

Finanzielle Entwicklung junger Wachstumsunternehmen

Marc Gruber, Dietmar Harhoff und Christian Tausend

Erschienen in: Achleitner, A.-K./Bassen, A., (Eds.), Controlling für junge Unternehmen, Schaeffer-Poeschel, Stuttgart, 2003, S. 27-50.



Ludwig-Maximilians-Universität München
Munich School of Management
ODEON Center for Entrepreneurship

Finanzielle Entwicklung junger Wachstumsunternehmen¹

Abstract

One of the biggest difficulties for founders of new ventures is to raise capital for their entrepreneurial endeavors. Based on a discussion of several models of firm development, this paper analyses the financing requirements of young growth companies and describes which sources of financing are available to these firms at different stages of their development. Special emphasis is put on venture capital financing, as this form of financing is particularly suited for young firms with a high potential for growth and value generation. A discussion of the challenges which these firms face when they want to control their financial development concludes this paper.

¹ Die Verfasser bedanken sich bei Rolf Christoph Dienst (Wellington Partners), Eric Achtmann (Polytechnos), Achim Lederle (3i), Jörn Densing und Guido Schenk (beide VC on Target), die uns in zahlreichen Diskussionen detaillierte Einblicke in die Praxis der Venture-Capital-Finanzierung gegeben haben.

Inhalt

1. EINLEITUNG	<u>11</u>
2. DIE FRÜHE UNTERNEHMENSENTWICKLUNG IM ÜBERBLICK.....	<u>11</u>
2.1. MODELLE DER FRÜHEN UNTERNEHMENSENTWICKLUNG IM VERGLEICH.....	2
2.2. WANDELNDE AUFGABEN WÄHREND DER FRÜHEN UNTERNEHMENSENTWICKLUNG ..	<u>44</u>
3. UNTERNEHMENSENTWICKLUNG UND FINANZIERUNG	<u>66</u>
3.1. DER KAPITALBEDARF VON JUNGEN WACHSTUMSUNTERNEHMEN	<u>66</u>
3.2. FINANZIERUNG JUNGER WACHSTUMSUNTERNEHMEN	<u>99</u>
3.3. DIE BESONDERE ROLLE DER VC-FINANZIERUNG	<u>111</u>
3.4. CONTROLLING DER FINANZIELLEN UNTERNEHMENSENTWICKLUNG.....	<u>144</u>
4. FAZIT.....	<u>1515</u>

1. Einleitung

Auf ihrem Weg zur erfolgreichen Marktetablierung müssen junge Wachstumsunternehmen (JWU) unterschiedliche Herausforderungen bewältigen. Dass sie damit ein ambitioniertes Ziel verfolgen, belegen nicht nur zahllose Presseberichte über Insolvenzen von Unternehmensgründungen, sondern gleichfalls diverse wissenschaftliche Untersuchungen. Mortalitätsstatistiken weisen beispielsweise darauf hin, dass je nach Branche bis zu 70% der Unternehmen nicht älter als fünf Jahre werden.¹ Die Gründe für das Scheitern dieser jungen Unternehmen sind vielfältig - in zahlreichen Fällen trägt jedoch ein mangelhaftes Finanz- bzw. Liquiditätsmanagement dazu bei, dass ein junges Unternehmen ein Insolvenzverfahren beantragen muss.

Vordergründig zu berücksichtigen ist in diesem Zusammenhang, dass Start-up Unternehmen wegen hoher Produktentwicklungs-, Markterschließungs- und Unternehmensaufbaukosten meist einen sehr hohen Kapitalbedarf aufweisen. Die Finanzierung dieses Kapitalbedarfs gestaltet sich allerdings in der Mehrzahl der Fälle schwierig, weil die Kapitalgeber nicht auf Vergangenheitsdaten zurückblicken können, aus denen sich direkte empirische Schlüsse auf die zukünftigen Ertragsaussichten des Unternehmens und die Qualität des Managementteams ziehen lassen könnten. Die Gründungsfinanzierung muss daher generell auf *kontrafaktischen* Betrachtungen aufbauen, auf einer Sicht der Welt, wie sie sich nach der Gründung darstellt, wie sie aber *ex ante* auch in Ansätzen nicht beobachtet werden kann.

Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, die finanzielle Entwicklung junger Wachstumsunternehmen zu beschreiben und darauf aufbauend die Rolle des Controlling im Rahmen der finanziellen Unternehmensentwicklung zu erläutern. Als Ausgangspunkt wird in Kapitel 2 zunächst das Wachstum junger Unternehmen modellhaft beschrieben und gezeigt, welchen Aufgaben sich diese Unternehmen in ihrer frühen Entwicklung stellen müssen. Aufbauend auf diesen Grundlagen wird in Kapitel 3 erläutert, wie sich der Finanzierungsbedarf von JWU im Verlauf der verschiedenen Wachstumsphasen verändert und welche Aufgaben das Controlling mit Blick auf die finanzielle Entwicklung wahrnehmen sollte. Ein Fazit in Kapitel 4 schließt diesen Beitrag ab.

2. Die frühe Unternehmensentwicklung im Überblick

In der Entrepreneurshipforschung ist allgemein anerkannt, dass der Wachstumsprozess junger Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial eine Reihe von sich schnell wandelnden Managementaufgaben mit sich bringt.² Um ein besseres Verständnis für die finanzielle Entwicklung von JWU zu erhalten, ist es daher zunächst erforderlich, die während der frühen Unternehmensentwicklung zu bewältigenden Aufgaben näher zu beleuchten, um anschließend deren Finanzierung zu diskutieren.

2.1. Modelle der frühen Unternehmensentwicklung im Vergleich

Ein Vergleich der Frühentwicklung von JWU zeigt, dass sich deren Entwicklungspfade auch innerhalb der selben Branche mitunter erheblich unterscheiden.³ Auch in der finanziellen Entwicklung von JWU lässt sich eine erhebliche Heterogenität feststellen. Um zu verallgemeinerbaren Aussagen über die frühe Unternehmensentwicklung zu gelangen, wurden - u.a. zurückgehend auf die Arbeiten von Penrose⁴ (1959) - mehrere Modelle der frühen Unternehmensentwicklung erarbeitet.⁵ Anhand der jeweils eingenommenen Entwicklungsperspektive lassen sich diese Modelle drei Gruppen zuordnen:

- *Lebenszyklusmodelle* orientieren sich bei der Beschreibung der Unternehmensentwicklung und des Wachstums an den Mustern biologischer Lebenszyklen. Zu dieser Gattung zählen beispielsweise die Modelle von Steinmetz⁶, Kazanjian/Drazin⁷, Adices⁸ und Flamholtz.⁹ Diese Modelle bilden aufgrund ihres sehr allgemeinen Charakters die Basis für Stufen- und Evolutionsmodelle.¹⁰
- *Stufenmodelle* beschreiben die Unternehmensentwicklung anhand einer Abfolge von Stufen, wobei insbesondere ein schubweises, diskontinuierliches Wachstum unter Einfluss von Unternehmenskrisen unterstellt wird.¹¹ Die Besonderheiten dieser Modelle liegen darin, dass ein Unternehmen nicht notwendigerweise die nächste Stufe erreichen muss. Es ist auch möglich, dass ein Unternehmen Stufen überspringt bzw. in einer Stufe verharret. Hierzu zählen zum Beispiel die Modelle von Galbraith,¹² Churchill/Lewis¹³ und Garnsey.¹⁴
- *Evolutionsmodelle* kombinieren die Merkmale der Lebenszyklusmodelle mit denen der Stufenmodelle, indem sie die Phasen zum einen in eine festgelegte zwingende Reihenfolge bringen, zum anderen aber auch die Auswirkung von Krisen und der darauf aufbauenden qualitativen Fortentwicklung des Unternehmens berücksichtigen. So erfolgt beispielsweise nach Greiner¹⁵ das Wachstum in evolutionären und revolutionären Phasen, deren Zustand ein Ergebnis der vorangegangenen Phase und der Grund für die zukünftige Phase darstellt. Ein ähnliches Modell entwickelten Scott/Bruce.¹⁶

Basierend auf einer Auswertung von sechs besonders einflussreichen Modellen fasst Abbildung 1 für unsere Zwecke die jeweils als zentral erachteten Inhalte der frühen Unternehmensentwicklung zusammen. Dabei werden in den Modellen nur diejenigen Phasen betrachtet und analysiert, die für die frühe Unternehmensentwicklung relevant sind.

Modell	Phase 1	Phase 2	Phase 3
Steinmetz (1969)	Entwicklung von Geschäftsidee und Produkt	Neue Hierarchieebene, Spezialisierung und Formalisierung	
Greiner (1972)	Produkt-/Marktgenerierung	Lösung der <i>leadership crisis</i> durch Management Know-how	Lösung der <i>autonomy crisis</i> durch zunehmende Delegation
Galbraith (1982)	Ideengenerierung und Prototypherstellung	Produktverbesserung und Kommerzialisierung, Aufbau organisatorischer Strukturen bzw. Hierarchiebildung	
Churchill/Lewis (1983)	Produktherstellung und Kundengewinnung	Cashflowgenerierung zur Kostendeckung und Wachstumsfinanzierung	Finanzmanagement für weiteres Wachstum, Besetzung funktionaler Schlüsselstellen
Scott/Bruce (1987)	Entwicklung eines marktfähigen Produkts	Finanzsteuerung durch Informationssystem, Kundengewinnung und Produktion	Koordination und Delegation, Kostenminimierung durch Großproduktion
Kazanjian/Drazin (1990)	Entwicklung von Geschäftsidee und Produkt	Produkt- und Herstellungsoptimierung, Vertrieb	Effizienz- und Profitabilitäts-optimierung

Abb. 1: Frühe Unternehmensentwicklung: Aussagen verschiedener Modelle im Überblick¹⁷

Wie aus der Übersicht zu entnehmen ist, besteht unter den Autoren weitgehender Konsens über die hauptsächlichen Inhalte der ersten Entwicklungsphase eines jungen Unternehmens, wobei neben der Ideengenerierung zum Teil schon auf die Bedeutung des Marktes (und implizit damit auf die spätere Akzeptanz am Markt) verwiesen wird. In den weiteren Entwicklungsphasen werden von den Autoren allerdings mitunter sehr verschiedene inhaltliche Schwerpunkte in den Vordergrund gerückt. Während Churchill/Lewis und Scott/Bruce finanzwirtschaftliche Aspekte betonen, verweisen andere Autoren in erster Linie auf organisatorische sowie personelle Herausforderungen der frühen Unternehmensentwicklung.

Als vereinfachte Abbildungen der Realität sind die genannten Modelle freilich nicht frei von Schwächen. Allgemein ist anzumerken, dass viele Modelle die Alternative der Stagnation auf einer Wachstumsstufe nicht genügend berücksichtigen bzw. vollkommen aus der Betrachtung ausblenden. *Lebenszyklusmodelle* sind insofern kritisch zu beurteilen, weil Unternehmen im Vergleich zu biologischen Systemen nicht eine vergleichbare Konsistenz in ihrer zeitlichen Entwicklung besitzen. Diesen Modellen ist es auch nicht möglich, genaue Vorhersagen zu treffen, wann eine Phase beendet ist und wann die nächste beginnt.¹⁸ Empirisch ist es zudem nicht belegt, dass die Wachstumsphasen in einer bestimmten Reihenfolge erfolgen müssen. *Stufenmodelle* weisen gleichfalls Schwächen auf, da sie unzureichend erklären, wie der Übergangsprozess zwischen einer Phase zur nächsten verläuft und welche Probleme dabei für gewöhnlich auftreten. Zudem bleibt offen, unter welchen Voraussetzungen eine Phase erreicht oder übersprungen wird. *Evolutionsmodelle* müssen in diesem Kontext ebenso kritisch be-

trachtet werden, da sie zwar den Übergangsprozess in das Modell mit einbeziehen, jedoch aufgrund ihres hohen Abstraktionsgrads häufig nur sehr allgemein gehaltene Ratschläge für den Prozess liefern. Ebenso ist in Frage zu stellen, ob die in diesen Modellen geschilderten Krisen unausweichlich sind,¹⁹ oder ob es nicht vielmehr zu den Kernaufgaben des Wachstumsmanagements zählt, die Krisen zu antizipieren und entsprechend im Ansatz bereits zu verhindern.

Die genannten Modelle geben für unsere Zwecke zwar aufschlussreiche Hinweise über die Frühentwicklung von Unternehmen, indem beispielsweise die Vielfalt der wahrzunehmenden Aufgaben erkennbar wird, doch sind ihre Aussagen in der Regel noch zu undifferenziert, um konkrete Hinweise über den Finanzbedarf von jungen Unternehmen abzuleiten. Bestenfalls können auf ihrer Basis Tendenzaussagen hinsichtlich Phasen mit einem besonders großem Finanzbedarf getroffen werden. Nachfolgend wird deshalb aufbauend auf den Aussagen dieser Modelle genauer auf die sich wandelnden Aufgaben während der frühen Unternehmensentwicklung eingegangen.

2.2. Wandelnde Aufgaben während der frühen Unternehmensentwicklung

Wie bereits im vorigen Abschnitt dargelegt wurde, haben junge Unternehmen gewisse Entwicklungsschritte zu bewältigen, um sich als wettbewerbsfähige Organisation etablieren zu können. Die damit angesprochene Metamorphose kann idealtypisch auf einer Zeitachse mit den Meilensteinen Geschäftsidee, Business-Plan, Gründung und Etablierung/Exit beschrieben werden. Abbildung 2 vermittelt dazu eine Übersicht der kritischen Inhalte dieses Etablierungs- bzw. Reifungsprozesses, wobei eine integrative Perspektive gewählt wird, die es gestattet, die umfassenden Aufgaben, die aus *Sicht der Unternehmensgründer* anfallen, adäquat wiederzugeben.²⁰ Nachfolgend werden deshalb neben einer zeitlichen Gliederung drei Führungsdimensionen (normativ, strategisch, operativ) unterschieden. Auf normativen Ebene werden die generellen, mittel- bis langfristig gültigen Ziele des Unternehmens festgelegt, ebenso wie die grundlegenden Normen, Regeln und Prinzipien. Normative Entscheidungen verleihen dem Unternehmen somit seine Identität.²¹ Der strategischen Ebene fällt die Aufgabe zu, die besten Voraussetzungen für die Erzielung nachhaltiger Wettbewerbsvorteile zu schaffen, indem sie sich unter anderem mit der Entwicklung zweckgerichteter Strategien, der Positionierung der eigenen Aktivitäten in Relation zum Wettbewerb und der Umwelt sowie dem Aufbau von Kernkompetenzen auseinandersetzt.²² Daraus abgeleitet befasst sich die operative Unternehmensführung mit der einzelfallspezifischen Umsetzung von strategischen Vorgaben innerhalb der normativen Rahmenbedingungen.²³

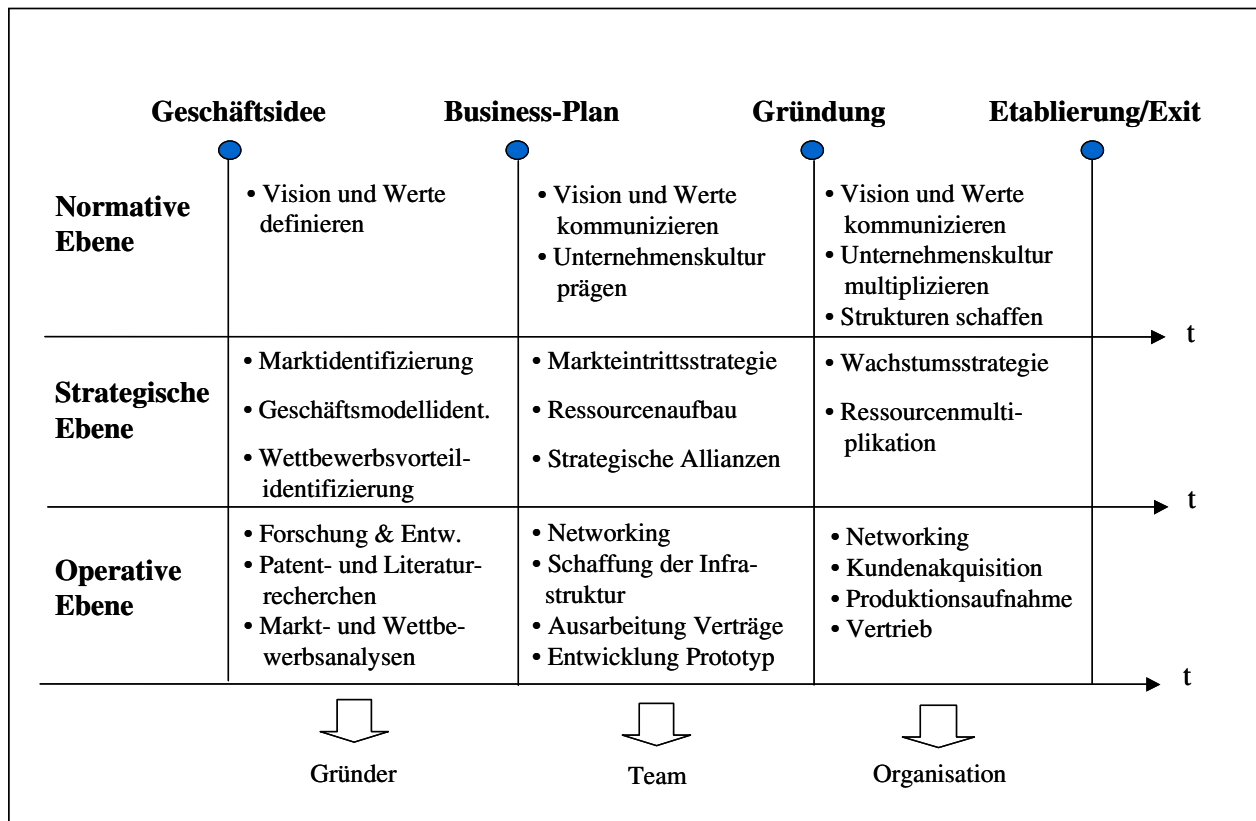


Abb. 2: Wandelnde Aufgaben während der frühen Unternehmensentwicklung

Wie Abbildung 2 verdeutlicht, besteht in *normativer* Hinsicht eine der zentralen Aufgaben in der Definition der Unternehmensvision und der im Unternehmen zu verfolgenden Werte. Dabei hat die Persönlichkeit des Gründers einen besonders nachhaltigen Einfluss auf die sich allmählich ausformende Unternehmenskultur. Vor allem wenn das Unternehmen rasch wächst und häufig neue Mitarbeiter hinzukommen, sind besondere Maßnahmen zu ergreifen, welche die Einheitlichkeit der Unternehmenskultur fördern. Hierzu zählt beispielsweise die Ausrichtung spezieller Veranstaltungen für die Belegschaft oder die Schaffung von einheitlichen Kommunikationsstandards im Unternehmen und mit Externen.

Ebenso entstehen mit wachsender Reife des Unternehmens auf *strategischer* Ebene neue Herausforderungen. Während zu Beginn vor allem Fragen zum relevanten Markt, dem optimalen Produktkonzept, dem geeigneten Geschäftsmodell und zum Wettbewerbsvorteil das strategische Management prägen, gewinnen mit näher rückendem Markteintritt vor allem die Markteintrittsstrategie, der Abschluss von strategischen Allianzen und der Aufbau von Ressourcen wie z.B. Produktionskapazitäten und -know-how an Wichtigkeit. Anschließend werden strategische Aspekte wie die Wachstumsstrategie (z.B. Ausbau der Vertriebskanäle, Internationalisierung) und die Ressourcenmultiplikation (z.B. Aufbau neuer Produktions- und Vertriebsstandorte) bedeutsamer.

Gleichfalls ist - mitunter abgeleitet aus den strategischen Inhalten - auf *operativer* Ebene eine Veränderung der kritischen Aktivitäten zu erkennen. Operative Tätigkeiten wie Markt- und Wettbewerbsanalysen, patentrechtliche Abklärungen, technische Machbarkeitsanalysen sowie

Bedürfnisanalysen prägen die Startphase des Unternehmens, während der Aufbau der Infrastruktur sowie Vertragsverhandlungen im weiteren Verlauf der Unternehmensentwicklung erforderlich werden. Nach erfolgter Gründung stehen dann die Produktion und der Vertrieb im Zentrum der operativen Tätigkeiten.

Zu berücksichtigen ist vor diesem Hintergrund, dass die Dauer der einzelnen in Abbildung 2 wiedergegebenen Phasen in stark wachsenden Unternehmen im Vergleich zu Gründungen mit geringem Wachstumspotenzial üblicherweise zeitlich stark komprimiert ist.²⁴ Die zu finanzierenden Aktivitäten bzw. Anschaffungen folgen daher mitunter sehr rasch aufeinander, was nicht nur erhöhte Anforderungen an die *Antizipationsfähigkeit* des Gründungsteams stellt, sondern ebenso einen gewissen Liquiditätsspielraum für unerwartet eintretende Ereignisse erfordert.

3. Unternehmensentwicklung und Finanzierung

Die voranstehenden Ausführungen zur Unternehmensentwicklung haben den Zweck verfolgt, die vielfältigen Aufgaben, die während der Unternehmensgründung anfallen, überblicksartig zu erläutern. Im folgenden werden wir detaillierter darauf eingehen, welcher Finanzierungsbedarf hierdurch im Zeitablauf entsteht, wie dieser Bedarf aus Eigen- und Fremdmitteln finanziert werden kann und welche Implikationen dies für das Finanzcontrolling hat. Im Kontext von JWU spielt dabei die Finanzierung durch Wagniskapital (Venture Capital) eine wesentliche Rolle, weshalb auf diese Finanzierungsform näher eingegangen wird.

3.1. Der Kapitalbedarf von jungen Wachstumsunternehmen

Wie erwähnt weisen JWU einen hohen Kapitalbedarf auf. Empirische Ergebnisse zeigen in diesem Zusammenhang, dass technologieorientierte JWU für die Forschungs- und Entwicklung durchschnittlich 0,5 bis 0,75 Mio. Euro und für den Fertigungsaufbau sowie die Markteinführung weitere rund 0,75 bis 1 Mio. Euro benötigen.²⁵ Allerdings lassen sich in Abhängigkeit von der konkreten Unternehmensentwicklung und der Branche mitunter erhebliche Abweichungen von diesen Durchschnittsgrößen feststellen. Mögliche Ursachen hierfür sind beispielsweise ein stärkeres angestrebtes Unternehmenswachstum, eine höhere Kapitalintensität der Technologie, der Neuigkeitsgehalt des Leistungsangebots, der Reifegrad der Geschäftsidee, das Ausmaß an Leasing, das Ausmaß an strategischen Allianzen in Produktion und Marketing und die Größe der Zielmärkte.²⁶ Besonders großen Finanzierungsbedarf weisen in diesem Zusammenhang zum Beispiel Unternehmensgründungen in der Biotechnologie auf. Hier belaufen sich die Forschungs- und Entwicklungskosten aufgrund der erforderlichen mehrstufigen klinischen Studien häufig auf mehrere 100 Mio. Euro.

Zu Beginn der Unternehmensentwicklung, wenn die Geschäftsidee auf ihr Potential und ihre Realisierbarkeit hin überprüft wird, fällt vor allem Aufwand für Recherchen und die Ausarbeitung eines Unternehmenskonzepts an. Weil die prospektiven Gründer diesen Tätigkeiten meist in ihrer Freizeit nachgehen, erwächst hieraus in vielen Fällen noch kein nennenswerter

Finanzierungsbedarf für Personalaufwendungen. Allerdings sind vor allem bei technologieintensiven Gründungsvorhaben häufig umfassendere Forschungs- und Entwicklungsarbeiten erforderlich, die einer Finanzierung bedürfen. Gleiches gilt für die Anmeldung von Patenten/Marken, den Beizug von Beratern oder für den Erwerb von Marktstudien.

Mit der weiteren Konkretisierung des Gründungsvorhabens ist zunächst mit Anwaltskosten für die Ausarbeitung der Gesellschafterverträge und Gebühren für diverse Genehmigungen zu rechnen. Gegebenenfalls werden zu diesem Zeitpunkt bereits Räumlichkeiten angemietet oder Produktionsanlagen erworben, die einen weiteren Finanzierungsbedarf aufwerfen. Mit der Aufnahme der Produktion und dem Markteintritt sind dann in der Regel erhebliche Investitionen in das Marketing (z.B. Werbekampagnen) erforderlich, wobei es sich für junge Unternehmen mit Blick auf die knappen finanziellen Mittel besonders empfiehlt, Methoden des sog. „Guerilla-Marketings“ aufzugreifen. Gleichfalls sind erhebliche Investitionen in den Vertrieb der Produkte zu tätigen. Entsprechend des verfolgten Vertriebskonzepts (mit/ohne Absatzmittler) ergeben sich hier zum Teil wesentliche Unterschiede in der Höhe des zu erwartenden finanziellen Aufwands.

Im weiteren Verlauf ihrer Entwicklung sind junge Unternehmen zur Sicherung ihres Wachstums herausgefordert, die Produktions- und Vertriebsstrukturen zu erweitern. Gegebenenfalls wird es deshalb notwendig, weitere Produktions-/Vertriebsstandorte zu eröffnen. Ein nicht unerheblicher Bedarf an finanziellen Mitteln entsteht insbesondere bei der Erschließung neuer Märkte im Ausland, wobei sich je nach gewählter Internationalisierungsstrategie auch hier Unterschiede im Finanzbedarf ergeben. Mit der wachsenden Komplexität der Unternehmensaktivitäten und der ansteigenden Unternehmensgröße werden auch vermehrt Investitionen in die Verwaltung des Unternehmens erforderlich. Diese schlagen sich vor allem in den Personalkosten nieder, doch können auch diverse Investitionen in die Informationstechnologie rasch eine nicht zu vernachlässigende Höhe erreichen.

Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass sich Umsatzerlöse erst mit dem Eintritt in den Markt erzielen lassen, nimmt der Cash Flow in jungen Wachstumsunternehmen idealtypisch den in Abbildung 3 dargestellten Verlauf. Während die erzielten Umsatzerlöse zwar zur Deckung eines Teils der anfallenden Kosten genutzt werden können, ist das JWU auch bei Erreichen der Gewinnschwelle noch immer auf externe Finanzierung angewiesen, weil der operative Cash Flow für die Finanzierung des weiteren Ausbaus der Geschäftstätigkeit meist nicht ausreicht. Im Vorgriff auf die Erläuterungen des folgenden Abschnitts sind in Abbildung 3 bereits mögliche Finanzierungsformen und die einzelnen Finanzierungsphasen für JWU aufgeführt.

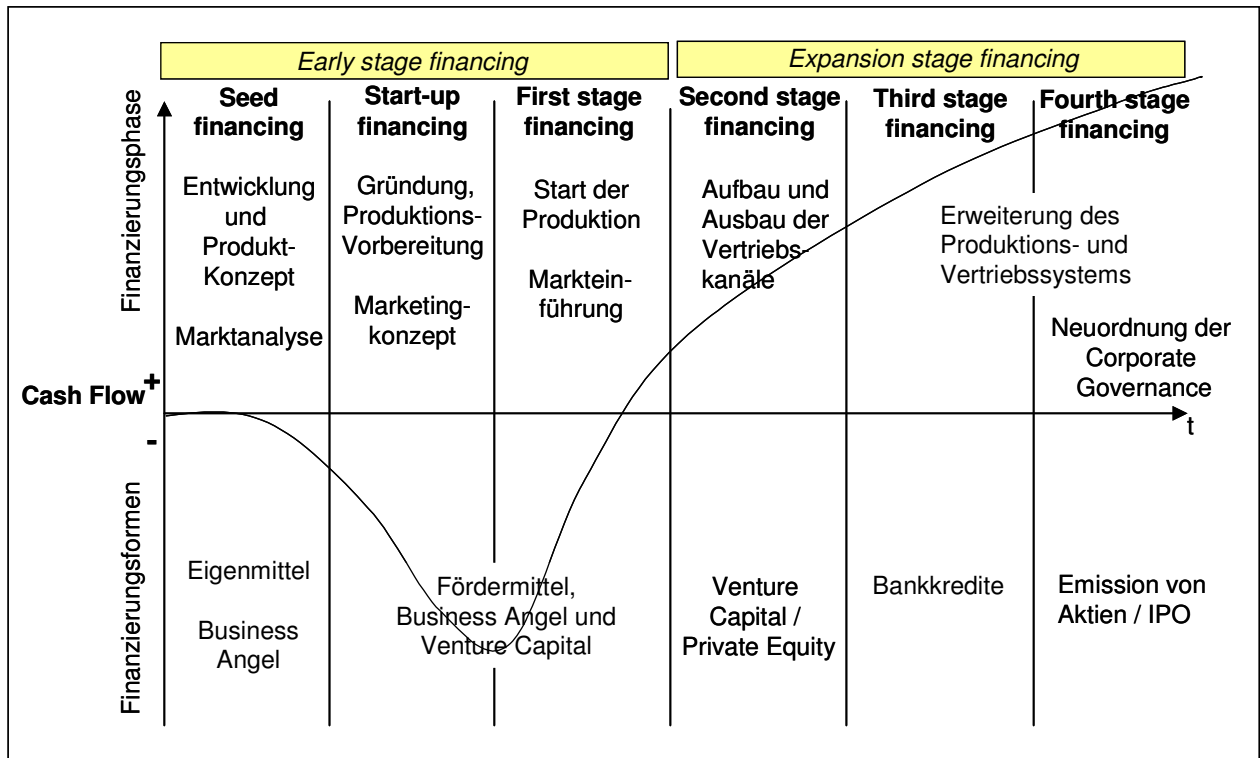


Abb. 3: Finanzierungsphasen und Cash-Flow-Zyklus junger Unternehmen²⁷

Der Verlauf in Abbildung 3 variiert auch mit den Finanzierungsbedingungen für JWU. In Abbildung 4 werden zwei unterschiedliche Verläufe dargestellt, die zwar allesamt dem idealtypischen Verlauf von Abbildung 3 folgen, sich aber in der Dauer der einzelnen Phasen und der Höhe des kumulierten negativen Cash Flow in den ersten Perioden unterscheiden. Verlauf A ist typisch für einen Wagniskapitalmarkt mit hohen, optimistischen Bewertungen (typischerweise in Zeiten eines wachsenden IPO-Marktes). Unternehmen konkurrieren in einem solchen Finanzierungsmarkt um eine schnelle Etablierung am Markt. Aufgrund der hohen VC-Verfügbarkeit sind sie in der Lage, hohe Investitionen in den Frühphasen zu tätigen – in der Hoffnung, dass die negativen Cash Flows durch entsprechende höhere positive Cash Flows später gedeckt und kompensiert werden. Verlauf B stellt den anderen Extremfall dar – hier versuchen die Unternehmen aufgrund der Knappheit der zur Verfügung stehenden Mittel z.B. durch frühe Lizenzvergaben und andere Maßnahmen den Finanzierungsbedarf ggf. auf Kosten des Unternehmenswachstums bzw. der Geschwindigkeit der Unternehmensentwicklung einzuschränken. Der Extremfall dieser Variante ist die reine „boot-strap-Finanzierung“, bei der Unternehmen versuchen, sich ausschließlich aus Eigenmitteln zu finanzieren.

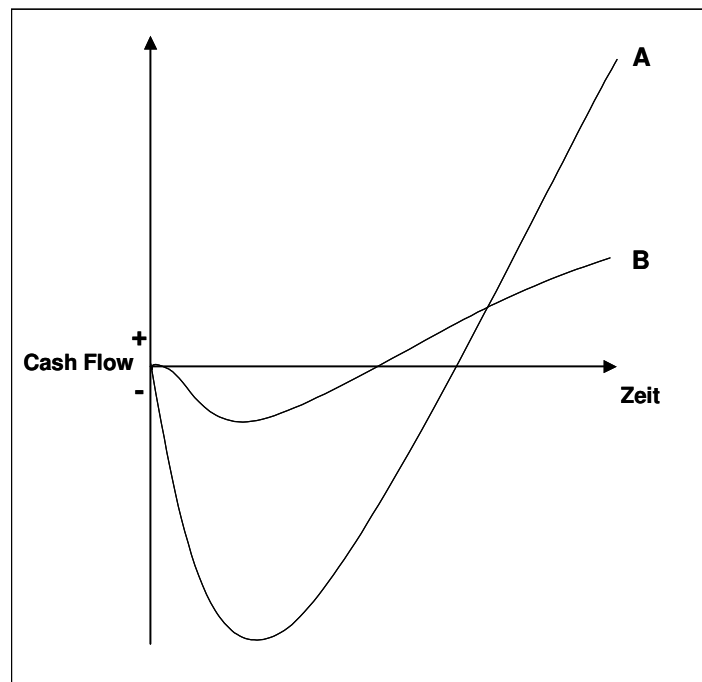


Abb. 4: Alternative Verläufe des Cash Flow während der frühen Unternehmensentwicklung

3.2. Finanzierung junger Wachstumsunternehmen

Wie obige Abbildung 3 verdeutlicht, kann die Finanzierung von jungen Unternehmen in verschiedene Phasen unterteilt werden. Entsprechend des Entwicklungsstadiums des Unternehmens lassen sich das *Early stage financing* (Seed-, Start-up- und First stage financing) und das *Expansion stage financing* (Second stage-, Third stage- und Fourth stage financing) unterscheiden, wobei allgemein die folgenden Eigen- und Fremdkapitalquellen zur Finanzierung erschlossen werden können:

- Eigenmittel
- Business Angel
- Fördermittel
- Venture Capital/Private Equity
- Bankkredite
- Emission von Aktien/Börsengang (IPO)

Obschon der Finanzierungsbedarf in der frühen Entwicklungsphase häufig noch relativ gering ist, entstehen in der Praxis regelmäßig Probleme bei dessen Deckung, weil die *Eigenmittel* der Gründer nicht in ausreichendem Umfang vorhanden sind.²⁸ Aufgrund fehlender Umsätze, des hohen Marktrisikos, mangelnder Besicherungsmöglichkeiten und des zumeist hohen Anteils an intangiblen Vermögenswerten sowie der großen Unsicherheit bezüglich der technischen und organisatorischen Fähigkeiten des Unternehmens, scheiden die Innenfinanzierung und die

Finanzierung über externes Fremdkapital für JWU in frühen Entwicklungsphasen meist ebenso aus.²⁹ Die Sicherstellung der Finanzierung der Geschäftstätigkeit kann somit ein entscheidendes Wachstumshemmnis darstellen³⁰ bzw. den Bestand des jungen Unternehmens gefährden.

Um die entstehende Finanzierungslücke in der Frühphase zu decken, können Unternehmensgründer versuchen, Beteiligungskapital von vermögenden Privatpersonen, sog. *Business Angels*, oder Venture Capital-Gesellschaften zu erhalten. Allerdings sind für letztere die Beteiligungsvolumina zu diesem Zeitpunkt häufig zu gering, um ein Engagement zu rechtfertigen. Neben ihrer finanziellen Unterstützung agieren Business Angels während der frühen Unternehmensentwicklung in vielen Fällen als Berater für die Gründer und leisten damit auch einen immateriellen Beitrag zum Unternehmenserfolg. Wie eine empirische Untersuchung zu deutschen Business Angels aus dem Jahr 2000 zeigt, erstreckt sich ihre Beteiligung am Unternehmen in der Regel auf weniger als 10 Jahre und beträgt durchschnittlich rund 200.000 Euro. Dabei erwarten sich deutsche Business Angels durchschnittliche Renditen in Höhe von 42% p.a. für jedes Investment, wobei sie damit weitgehend unter den Renditeerwartungen institutioneller Kapitalgeber liegen. Einschränkend ist hierzu jedoch zu konstatieren, dass 38% der Befragten bei dieser Untersuchung angaben, keine minimalen Renditeerwartungen nennen zu können.³¹ Zudem unterliegen diese Erwartungen freilich dem Einfluss der momentan herrschenden Lage am Kapitalmarkt.

Eine weitere Möglichkeit zur Deckung der Finanzierungslücke in der Frühphase besteht in der Aufnahme von öffentlichen *Fördermitteln*. So stehen für Existenzgründer auf EU-, Bundes- und Landesebene rund 600 Förderprogramme zu Verfügung, wobei von einzelnen Programmen zum Teil nur Gründungsvorhaben in sehr spezifischen Bereichen gefördert werden. Die größte Bedeutung für Unternehmensgründer weisen u.a. das ERP-Eigenkapitalhilfe-Programm (EKH), das ERP-Existenzgründungsprogramm sowie das Existenzgründungsprogramm der Deutschen Ausgleichsbank (DtA) auf. Bei diesen Fördermitteln handelt es sich in der Regel um Finanzierungshilfen in Form von Darlehen für gewerbliche Unternehmen und Angehörige der freien Berufe. Die Vorteile dieser Programme sind vor allem in niedrigen Zinsen, einer Tilgungsfreiheit zu Beginn der Laufzeit, Bürgschaften und gewissen Haftungsfreistellungen zu sehen. Um öffentliche Finanzierungshilfen in Anspruch zu nehmen, sind vom Antragssteller einschlägige fachliche und kaufmännische Qualifikation nachzuweisen. Gleichfalls wird von den Förderinstitutionen erwartet, dass der Gründer eine tragfähige Vollexistenz anstrebt. Zu berücksichtigen ist vor allem, dass öffentliche Fördermittel vor dem Beginn des Vorhabens beantragt werden müssen, wobei dies bei der eigenen Hausbank zu geschehen hat.

Mit Anstieg der Finanzierungsvolumina im weiteren Verlauf der Unternehmensentwicklung und der allmählichen Reifung des Geschäftsmodells nimmt die Eignung zur Aufnahme von Venture Capital tendenziell zu (siehe dazu auch 3.3.). Mit Venture Capital werden vor allem junge, risikoreiche Wachstumsunternehmen in Branchen mit einem hohen zukünftigen Wachstums- und Wertsteigerungspotential finanziert,³² wobei eine VC-Finanzierung mehr ist,

als die bloße Bereitstellung von temporärem Eigenkapital, indem in vielen Fällen umfassende Unterstützungsleistungen durch die Venture Capital-Gesellschaft erbracht werden. Obwohl Venture Capital definitionsgemäß eine Teilmenge des Private Equity (wie auch z.B. die Business Angel Finanzierung) darstellt, werden die Begriffe zunehmend vermengt.³³ Die European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) bezeichnet mit *Private Equity* „ (...) equity capital [provided] to enterprises not quoted on a stock market“.³⁴ *Venture Capital* wird bezugnehmend auf diese Abgrenzung definiert als „ (...) a subset of private equity ... (that) refers to equity investments made for the launch, early development, or expansion of a business“.³⁵ Ziel ist es durch die Finanzierung mit Venture Capital das JWU in seiner Existenz zu festigen, um eine Weiterfinanzierung über andere Wege sicherzustellen.³⁶

Die Finanzierung in Form von *Bankkrediten* ist ebenfalls eine mögliche Form der weiteren Wachstumsfinanzierung, beispielsweise im Rahmen des Third stage financing. Dazu muss das Unternehmen die Voraussetzungen für einen Kredit erfüllen. Eine Erhöhung der Eigenkapitalbasis (z.B. durch Venture Capital) kann in vielen Fällen den Zugang zu Krediten erleichtern, ebenso wie der Nachweis über ein funktionierendes Geschäftsmodell oder bestehende Besicherungsmöglichkeiten.³⁷

Sollte sich die bisherige Unternehmensgründung positiv entwickelt haben und ist eine weitere ertragreiche Entwicklung abzusehen, lässt sich eine weitere Finanzierung über die *Emission von Aktien* bzw. einen *Börsengang* anstreben. Der Börsengang ist auch aus Sicht der an einem JWU beteiligten Venture Capital-Gesellschaften erstrebenswert, da sie auf diese Weise ihre Unternehmensanteile abstoßen können (Exit aus dem Investment).

3.3. Die besondere Rolle der VC-Finanzierung

Für die Entwicklung junger Wachstumsunternehmen nimmt Venture Capital³⁸ einen beachtlichen Stellenwert ein. So gaben beispielsweise in einer Studie der EVCA 95% der befragten 364 VC-finanzierten Unternehmen an, dass sie ohne VC-Finanzierung nicht existieren würden oder sich wesentlich langsamer entwickelt hätten.³⁹ Die Bedeutung von Venture Capital für das Wachstum von jungen Unternehmen belegt auch eine Studie von Engel (2001), in der das Beschäftigungswachstum von JWU mit und ohne VC-Finanzierung untersucht wird. So erzielen JWU mit VC-Finanzierung ein jährliches Beschäftigungswachstum von durchschnittlich 35,5%, womit sie ein ca. 90% größeres Beschäftigungswachstum aufweisen als nicht VC-finanzierte Unternehmen einer Kontrollgruppe.⁴⁰ Diese Beschäftigungswirkung fällt in absoluten Zahlen gesehen jedoch gering aus, weil je nach untersuchter Branche nur 0,09 bis 0,31% aller Unternehmensgründungen eine VC-Finanzierung erhalten.⁴¹

Eine VC-Finanzierung ist vor allem bei Gründungen in technologieintensiven Wirtschaftszweigen zu finden. In diesen Industrien liegen typischerweise überdurchschnittlich große Informationsasymmetrien, vor allem bezüglich der Möglichkeiten der Technologie und des Markterfolges, vor. Der komparative Vorteil der VC-Gesellschaften besteht nun darin, dass

sie diese vorhandenen Informationsasymmetrien besser als andere Investoren reduzieren können:

„(...) [V]enture capitalists emerge because they develop specialized abilities in selecting and monitoring entrepreneurial projects. In other words, venture capitalists are financial intermediaries with a comparative advantage in working in environments where informational asymmetries are important. This is their niche.“⁴²

Diese Reduzierung der Informationsasymmetrie erreichen VC-Gesellschaften unter anderem durch eine aktive Unterstützung des Managements des Unternehmens, durch Mitsprachrechte bei strategischen Entscheidungen und durch Vertragsklauseln, die eine gestaffelte Finanzierung an das Erreichen von Meilensteinen knüpft.

Der typische VC-Finanzierungsprozess wird in fünf Stufen unterteilt:⁴³ (1) Aufbringen eines Investmentfonds durch die VC-Gesellschaft, (2) Identifikation und Selektion erfolgsversprechender Investitionsmöglichkeiten, (3) Verhandlungen über Investitionsverträge, (4) Realisierung und Überwachung der Investitionen, und (5) Desinvestitionen (Exits), wobei aus Sicht eines JWU vor allem die Stufen 2 bis 5 von Relevanz sind. Die erste Stufe, das *Aufbringen des Investmentfonds* durch die VC-Gesellschaft, ist eine unabdingbare Voraussetzung für den weiteren Finanzierungsprozess, da in dieser Phase das zur Beteiligung notwendige Kapital durch die VC-Gesellschaft (Fundraising) eingeworben wird. Diese Stufe wird im folgenden jedoch nicht weiter vertieft.

Die *Identifikation und Selektion* von geeigneten Investments geschieht in der Regel aufgrund der von den JWU eingereichten Business-Pläne. Sofern ein Plan die von der Venture Capital-Gesellschaft erforderlichen Kriterien erfüllt, wird eine mehrstufige Prüfung eingeleitet, die u.a. eine persönliche Vorstellung des Gründungsteams sowie eine Präsentation des Business-Plans beinhaltet und im Erfolgsfall mit einer Due-Diligence-Prüfung endet. Im Rahmen dieser Prüfungen werden ggf. externe Experten zur Begutachtung des Unternehmens herbeigezogen.⁴⁴ Die Due Diligence verfolgt dabei u.a. das Ziel, die Informationsasymmetrie zwischen Jungunternehmen und Kapitalgeber soweit zu reduzieren, dass eine fundierte Investitionsentscheidung möglich wird.

Ein wesentliches Kriterium für die Entscheidung, ob ein Investment getätigt wird, ist die erwartete Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Aufgrund des Ausfallrisikos von Investments ist es für Venture Capital-Gesellschaften in der Regel erforderlich, eine Verzinsung des investierten Kapitals von mehr als 50% anzustreben.⁴⁵ In der Literatur wird zudem ausgiebig diskutiert, welche weiteren Kriterien VC-Gesellschaften bei der Evaluation von JWU verwendet werden sollten.⁴⁶ Häufig genannte Kriterien sind z.B. Managementkompetenz, Marktpotential, Produktdifferenzierung, Wettbewerbsposition, Geschäftsplan und Zeithorizont.

Erfahrungswerte von Venture Capital-Gesellschaften zeigen, dass nur rund 1 bis 2% aller eingereichten Projekte die Anforderungen erfüllen und finanzielle Unterstützung erhalten. Abbildung 5 gibt in diesem Zusammenhang einen Überblick über den Auswahlprozess von Venture Capital-Gesellschaften und die üblichen Selektionsquoten.

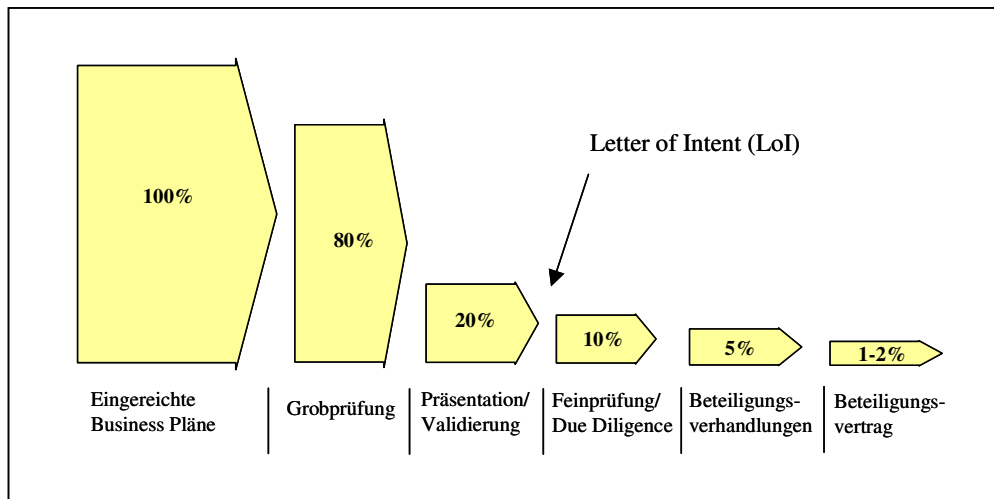


Abbildung 5: Der Selektionsprozess von Venture Capital-Gesellschaften⁴⁷

Wird den Gründern eine Finanzierung ihres Unternehmens in Aussicht gestellt, stellt sich im Verlauf der *Verhandlungen* die Frage, wie hoch der Unternehmenswert bemessen wird und welche Konditionen der Finanzierung zugrunde liegen. Aus Sicht der Gründer ist es intuitiv verständlich, einen Kapitalgebern zu präferieren, der einen möglichst geringen Eigenkapitalanteil für eine bestimmte Finanzierungssumme für sich beansprucht. Allerdings zeigen Erfahrungen, dass es für den späteren Erfolg des Unternehmens häufig wichtiger ist, welche Qualifikationen die finanzierende VC-Gesellschaft mitbringt und nicht wer die vermeintlich besten Konditionen einräumt. Neben dem finanziellen Engagement lassen erfahrene Venture Capital-Gesellschaften ihren Portfoliounternehmen nämlich meist Unterstützung in Form von Beratungsleistungen oder Industriekontakten zukommen. Vor allem in unternehmerischen Krisenzeiten erweisen sich diese Unterstützungsleistungen als sehr wertvoll und möglicherweise als überlebensnotwendig.⁴⁸ In den Vertragsverhandlungen werden zudem Klauseln zu Kontroll- und Anreizmechanismen aufgenommen, die den Zweck verfolgen, die Anreize für opportunistisches Verhalten des Unternehmens (Moral Hazard) zu unterbinden und die aufgrund asymmetrischer Informationsverteilung auftretenden Agency-Kosten zu minimieren.⁴⁹

Bei der *Realisierung und Überwachung* der Investition wird als wirksamstes Instrument die gestaffelte Finanzierung (staged financing, vgl. Abbildung 3) vorgeschlagen,⁵⁰ bei der VC-Gesellschaften eine weitere Finanzierung an das Erreichen von Meilensteinen knüpfen und diese gegebenenfalls versagen.

Für die weitere (finanzielle) Entwicklung eines JWU ist insbesondere auch die *Desinvestitionsstrategie* der beteiligten Venture-Capitalgesellschaften von Bedeutung. Einer VC-Gesellschaft stehen grundsätzlich mehrere Desinvestitionsmöglichkeiten zur Verfügung,⁵¹ wobei entsprechend der Marktlage gegebenenfalls die ein oder andere Option verschlossen bleibt:

- (1) Im Rahmen eines Trade Sale wird die Beteiligungsposition an einen strategischen Investor verkauft, der z.B. Zugang zu einer neuen Technologie erlangen möchte.

- (2) Verkauf der Anteile an einen anderen Investor bzw. Kapitalbeteiligungsgesellschaft.
- (3) Rückkauf der Anteil durch das Unternehmen oder Management (Management Buy Out - MBO), Kauf der Anteile durch ein neues Managementteam (Management Buy In – MBI). Bei diesen beiden Fällen sind oft anderen Finanzinvestoren beteiligt, die das notwendige Kapital zur Verfügung stellen.
- (4) Initial Public Offering (IPO), d.h. Börsengang des Unternehmens.

3.4. Controlling der finanziellen Unternehmensentwicklung

Wie in den vorangegangenen Ausführungen zum Ausdruck kommt, ist ein sorgfältiger Umgang mit dem meist nur spärlich vorhandenen Kapital besonders in der frühen Entwicklungsphase von JWU überlebensnotwendig.⁵² Die Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit des Unternehmens sowie die Maximierung des Wertes des Eigenkapitals sind zwei zentrale Ziele, denen ein JWU aus finanzwirtschaftlicher Perspektive nachzukommen hat.⁵³ JWU sollten deshalb bereits frühzeitig ein Finanzcontrolling aufbauen, das die Koordination innerhalb des Finanzbereichs, sowie die Koordination des Finanzbereichs mit der Unternehmensführung und dem Leistungsbereich der Unternehmung steuert. Eine Untersuchung von Freier bei amerikanischen Biotechnologieunternehmen zeigt in diesem Kontext, dass die untersuchten JWU im Median bereits im 2 Jahr eine Finanzabteilung mit Controllingfunktion eingerichtet haben.⁵⁴

Das Finanzcontrolling trägt dabei auch zu einer Verringerung von Informationsasymmetrien innerhalb des Unternehmens und in Relation zu externen Partnern bei. Nicht nur unternehmensinterne Entscheidungsprozesse und Informationen werden durch Controllingprozesse transparenter, ebenso lässt sich durch die höherwertigen Unternehmensinformationen die Kommunikation mit externen Kapitalgebern professionalisieren. Letzteres trägt auch dazu bei, das Vertrauen externer Kapitalgeber zu stärken, indem etwaige Vorbehalte abgebaut werden, dass das JWU seinen Informationsvorsprung in opportunistischer Weise ausnutzen könnte. Das Finanzcontrolling leistet deshalb mitunter einen Beitrag zur Senkung der Kosten einer externen Finanzierung bzw. ermöglicht erst den Zugang zu externen Finanzierungsquellen.

Aus den genannten Zielen und beschriebenen Koordinationsfunktion ergeben sich für das Finanzcontrolling vor allem folgende drei Aufgaben: *Liquiditätssicherung, Koordination von Investitions- und Finanzierungsentscheidungen und Steuerung von Finanzrisiken.*⁵⁵

Im Rahmen der *Liquiditätssicherung* ist dafür Sorge zu tragen, dass das JWU jederzeit seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann. Dazu ist es notwendig, ein adäquates Liquiditätsmanagement im Unternehmen einzuführen, das auf einer Liquiditätsmessung und einer Liquiditätsplanung beruht.⁵⁶ Die Liquiditätsplanung sollte bei JWU bereits im Business-Plan erfolgen und sowohl eine kurzfristige (1-3 Monate), als auch mittel- (bis 12 Monate) und langfristige (1 bzw. 5 Jahre) Planung berücksichtigen. Auf Basis dieser Pläne kann eine permanente Finanzkontrolle stattfinden, um mögliche Abweichungen von den Liquiditätszielen zu erkennen. Wegen der hohen Unsicherheit und des Risikos, aber vor allem auch wegen der

hohen Anfangsinvestitionen bei Unternehmensgründungen und der meist nur dünnen Kapitaldecke kommt diesem Erfordernis bei JWU ungleich größere Bedeutung zu als bei etablierten Unternehmen. Allerdings bestehen aufgrund der Unsicherheit und des Risikos – zumindest auf Seite Kapitalzuflüsse – erhebliche Schwierigkeiten, die unternehmensweiten Zahlungsströme zeitpunkt- und betragsgenau zu prognostizieren.

Die Liquiditätssicherung ist eng mit der *Koordination von Investition- und Finanzierungsentscheidungen* verbunden. In der längerfristigen Finanzplanung muss festgelegt werden, zu welchem Zeitpunkt welche Investitionen getätigt werden und welche Mittel zur Verfügung stehen müssen. Die richtige Koordination der Mittelbereitstellung und Mittelverwendung kann die Finanzierungskosten minimieren und mögliche Finanzierungsengpässe aufzeigen. Des weiteren sollte in diesem Rahmen auch eine Bewertung der geplanten Investitionen durchgeführt werden, um Fehlentscheidungen, die für junge Unternehmen mit begrenzten Kapitalmitteln die Insolvenz bedeuten können, möglichst auszuschließen. Gleichfalls sollte das Finanzcontrolling die Formulierung von Zielen und Entscheidungsmodellen unterstützen sowie Erfolgsgrößen definieren, die zur Investitionskontrolle herangezogen werden können.⁵⁷ Besonders bei schnell wachsenden Unternehmen ist diese Entscheidungsunterstützung elementar, da die Investitionsentscheidungen im Regelfall unter Zeitdruck gefällt werden und auf (Markt-)Informationen basieren, die mit erheblicher Unsicherheit behaftet sind.

Die dritte wichtige Funktion des Finanzcontrollings ist die *Steuerung von Finanzrisiken*. Hierbei handelt es sich um die Identifizierung, Bewertung und Begrenzung von Zinsänderungsrisiken, Währungsrisiken, Güterpreisrisiken und Adressausfallrisiken.⁵⁸ Diese Steuerung der Finanzrisiken hat Einfluss auf die Liquiditätsplanung, indem sie den Innenfinanzierungsspielraum des Unternehmens beeinflusst. Allerdings ist dieser Aufgabenbereich erheblich von der Risikoexponiertheit des JWU abhängig.

4. Fazit

Auf dem Weg zu ihrer Etablierung müssen JWU zahlreiche Herausforderungen erfolgreich bewältigen. In besonderem Maße zählt hierzu das Management ihrer finanziellen Entwicklung, weil JWU in der Regel einen im Zeitablauf zunächst stark wachsenden Finanzbedarf aufweisen, der nur unter rechtzeitiger Inanspruchnahme verschiedener Finanzierungsquellen adäquat gedeckt werden kann. Vor allem gilt hier zu berücksichtigen, dass die spezifischen Charakteristika von JWU - vor allem das Fehlen von Sicherheiten und von Vergangenheitsdaten - einer im Mittelstand sonst üblichen Finanzierung durch Fremdkapital entgegenstehen. JWU sind deshalb gefordert, alternative Finanzierungsquellen wie Business Angel und Beteiligungsgesellschaften zu erschließen, um ihre Unternehmensentwicklung finanziell abzusichern. Wie gesehen kommt dabei dem Finanzcontrolling die Aufgabe zu, eine kurz- als auch längerfristige Liquiditätssicherung zu gewährleisten. Die verschiedenen Investitions- und Finanzierungsentscheidungen sind deshalb innerhalb einer Finanzplanung und Kapitalbedarfsrechnung zu koordinieren. Gleichfalls sind die Finanzrisiken von JWU zu

steuern, indem beispielsweise Währungs- oder Ausfallrisiken identifiziert, bewertet und begrenzt werden.

Ein Controlling der finanziellen Entwicklung ist für JWU unverzichtbar. Aufgrund der großen Volatilität und Unsicherheit die JWU umgibt, ebenso wie der relativ großen Abhängigkeit von externen Ressourcen vermag allerdings auch das beste Controllingsystem den Erfolg von jungen Unternehmen nicht zu garantieren. Allerdings kann es wesentlich dazu beitragen, das Risiko eines Misserfolgs bei der Unternehmensgründung zu reduzieren.

Literaturverzeichnis:

- Adizes, I. (1989): Corporates Lifecycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do About it. Englewood Cliffs 1989.
- Amit, R./ Brander, J./ Zott, C. (1998): Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory And Canadian Evidence. In: Journal of Business Venturing, Vol. 13 1998, S. 441-466.
- Baier, W./ Pleschak, F. (1996): Marketing und Finanzierung junger Unternehmen. Wiesbaden 1996.
- Berger, A.N./ Udell, G.F. (1998): The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. In: Journal of Banking & Finance, Vol. 22 1998, S.613-673.
- Betsch, O./ Groh, A.P./ Schmidt, P. (2000): Gründungs- und Wachstumsfinanzierung junger, innovativer Unternehmen. München, Wien 2000.
- Bischoff, J.G. (2002): Gründungs-Controlling als Erfolgsfaktor. In: ZfB-Ergänzungsheft 5/2002, S. 127-145.
- Bleicher, K. (1999): Das Konzept des integrierten Management. Frankfurt 1999.
- Brüderl, J., P. Preisendörfer and R. Ziegler (1992): Survival Chances of Newly Founded Business Organizations. In: American Sociological Review, Vol. 57 1992, S. 227-241.
- Bygrave, W. (Hrsg.) (1997): The portable MBA in Entrepreneurship. New York 1997.
- Churchill, N./ Lewis, V. (1983): The five stage of small business growth. In: Harvard Business Review, Vol. 61 May/June 1983, S. 30-50.
- Cooper, A./ Bruno, A. (1977): Success Among High-Technology Firms. In: Business Horizons, Vol. 20 1977, S. 16-22.
- Daschmann, H.-A. (1994): Erfolgsfaktoren mittelständischer Unternehmen. Stuttgart 1994.
- Druckkarczyk, J./ Lobe, S./ Schüler, A. (2002): Finanzmanagement. In: Küpper, H.-U./ Wagenhofer, A. (Hrsg.): Handwörterbuch Unternehmensrechnung und Controlling. Stuttgart 2002, S. 558-568.
- Dun & Bradstreet (1967): Patterns for Success in Managing a Business.
- Engel, D. (2001): Höheres Beschäftigungswachstum durch Venture Capital? ZEW Discussion Paper No.01-34, Juli 2001.
- Flamholtz, E./ Randle, Y. (1998): Changing the game-Organizational transformations of the first, second and third kinds. New York 1998.
- Freier, P. (1998): Etablierungsmanagement innovativer Unternehmensgründungen - Eine empirische Analyse der Biotechnologie. München 1998.

- Fried, V. H./ Hisrich, R. D. (1994): Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. In: Financial Management, Vol. 23 1994, No. 3, 28-37.
- Galbraith, J. (1982): The stages of Growth. In: Journal of Business Strategy, Vol. 3 Summer 1982, S. 70-79.
- Garnsey, E. (1996): A New Theory of the Growth of the Firm. Cambridge 1996.
- Gerke, W. (1995): Venture-Capital. In: Gerke, W./ Steiner, M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens. Stuttgart 1995, S.1883-1890.
- Gillenkirch, R. (2002): Finanzcontrolling. In: Küpper, H.-U./ Wagenhofer, A. (Hrsg.): Handwörterbuch Unternehmensrechnung und Controlling. Stuttgart 2002, S. 534-539.
- Gompers, P. A. (1995): Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. In: The Journal of Finance, Vol. 50 1995, Issue 5, S. 1461-1489.
- Gompers, P./ Lerner, J. (1999): The Venture Capital Cycle. Cambridge 1999.
- Gorman, M./ Sahlman W. A. (1989): What Do Venture Capitalists Do? In: Journal of Business Venturing, Vol. 4 1989, S. 219-248.
- Greiner, L. (1972/98): Evolution and Revolution as Organizations Grow. In: Harvard Business Review, May/June 1998, S. 55-68.
- Gruber, M./ Harhoff, D. (2002): Generierung und nachhaltige Sicherung komparativer Wettbewerbsvorteile. In: Hommel, U., Knecht, T., (Hrsg.), Wertorientiertes Start-up Management. Stuttgart 2002 (im Erscheinen).
- Harhoff, D. (2002): Gründungsplanung. In: Küpper, H.-U./ Wagenhofer, A. (Hrsg.): Handwörterbuch Unternehmensrechnung und Controlling. Stuttgart 2002, S. 647-656.
- Harhoff, D., K. Stahl und M. Woywode (1998). „Legal Form, Growth and Exit of West German Firms - Empirical Results for Manufacturing, Construction, Trade and Service Industries,“ Journal of Industrial Economics, Vol. XLVI 1998, No. 4, S. 453-488.
- Hellmann, T. (1998): The allocation of control rights in venture capital contracts. In: RAND Journal of Economics, Volume 29 1998, No.1, Spring, 57-76.
- Just, C. (2000): Business Angels und technologieorientierte Unternehmensgründungen. Karlsruhe 2000.
- Kazanjian, R./ Drazin, R. (1990): A Stage-Contingent Model of Design and Growth for technology based New Ventures. In: Journal of Business Venturing, Vol. 5 1990, S. 137-150.
- Lessat, V./ Hemer, J./ Eckerle, T./ Kulicke, M./ Licht, G./ Nerlinger, E./ Steiger, M./ Steil, F. (1999): Beteiligungskapital und technologieorientierte Unternehmensgründungen. Gabler 1999.
- MacMillan, I. C./ Kulow, D. M./ Khoylian R. (1989): Venture Capitalists' Involvement in Their Investments: Extent and Performance. In: Journal of Business Venturing, Vol. 4 1989, No.1, S. 27-47.

- MacMillan, I. C./ Lauriann Z./ SubbaNarasimha, P.N. (1987): Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process. In: *Journal of Business Venturing*, Vol. 2 1987, No.2, S. 123-137.
- MacMillan, I. C./ Siegel, R./ SubbaNarasimha, P.N. (1985): Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals. In *Journal of Business Venturing*, Volume 1 1985, No.1, S. 119-128.
- Moore, B. (1994): Financial Constraints to the Growth and Development of Small High-Technology Firms. In: Hughes, A./ Storey, D.J. (Hrsg.): *Finance and the Small Firm*. London 1994.
- Neher, D. V. (1999): Staged Financing: An Agency Perspective. In: *Review of Economic Studies*, Vol. 66 1999, S. 255-274.
- Norton, E. (1995): Venture Capital as an Alternative Means to Allocate Capital: An Agency-Theoretic View. In: *Entrepreneurship Theory and Practice*, Winter 1995, S. 19-29.
- Penrose, E. (1959): *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford 1959.
- Penrose, E. (1985): *The Theory of the Growth of the Firm Twenty-Five Years after*. Uppsala 1985.
- Posner, D. (1996): *Early Stage-Finanzierungen: Spannungsfeld zwischen Gründern, Investoren und staatlichen Rahmenbedingungen*. Wiesbaden 1996.
- Rudolph, B. (2001): Venture Capital und Private Equity als Finanzierungs- und Anlageinstrumente. In: Hummel, D./ Breuer, R.-E. (Hrsg.): *Handbuch Europäischer Kapitalmarkt*. Wiesbaden 2001, S. 501-515.
- Sahlmann, W.A. (1990): The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. In *Journal of Financial Economics*, Volume 27 1990, S. 473-521.
- Schefczyk, M. (2000): *Erfolgsstrategien Deutscher Venture Capital-Gesellschaften*. 2. Aufl., Stuttgart 2000.
- Scott, M., Bruce, R. (1987): Five Stages of Growth in Small Business. In: *Long Range Planning*, Vol. 20 1987, No. 3, S. 45-52.
- Stein, V. (2000): *Emergentes Organisationswachstum: Eine systemtheoretische "Rationalisierung"*. München 2000.
- Steinmetz, L. (1969): Critical Stages of Small Business Growth. In: *Business Horizons*, Feb. 1969, S. 29-35.
- Timmons, J. (1999): *New Venture Creation – Entrepreneurship for the 21st Century*. 1999.
- Ulrich, H./ Krieg, W. (1974): *St. Galler Management-Modell*. Bern 1974.
- Voges, T. (2002): *Anforderungen an ein Controlling-Konzept in den frühen Entwicklungsphasen junger Wachstumsunternehmen*. Unteröffentliche Diplomarbeit, München 2002.

- Wagner, J. (1994): The Post-Entry Performance of German Manufacturing Firms. In: Journal of Industrial Economics, Vol. 42, S. 141-152.
- Weimerskirch, P. (1998): Finanzierungsdesign bei Venture-Capital-Verträgen. Wiesbaden 1998.
- Yoon, E./ Lilien, G. (1985): New Industrial Product Performance: The Effects of Market Characteristics and Strategy. In: Journal of Product Innovation Management, Vol. 3 1985, S. 134-144.
- Zider, B. (1998): How Venture Capital Works. In: Harvard Business Review, November-December 1998, S. 131-139.

Internetquellen:

European Private Equity & Venture Capital Association: <http://www.evca.com>

¹ Vgl. Yoon/Lilien (1985), S. 134ff.; Timmons (1999); Cooper/Bruno (1977), S. 16ff.; Dun & Bradstreet (1967). Die Mortalität von Gründungen in Deutschland wird von Brüderl, Preisen-
dörfer und Ziegler (1992), Wagner (1994) und von Harhoff/Stahl/Woywode (1998) dokumen-
tiert und analysiert.

² Vgl. Bygrave (1997).

³ Empirisch liesse sich ein Entwicklungspfad beispielsweise durch eine Sequenz von Wachs-
tumsraten und eine Angabe zur Größe des Unternehmens in der Ausgangsperiode charakteri-
sieren.

⁴ Vgl Penrose (1959) und (1985).

⁵ Vgl. auch Harhoff (2002), S. 649.

⁶ Vgl. Steinmetz (1969), S. 29ff.

⁷ Vgl. Kazanjian/Drazin (1990), S. 137ff.

⁸ Vgl. Adizes (1989).

⁹ Vgl. Flamholtz/Randle (1998).

¹⁰ Vgl. Stein (2000), S. 33ff.

¹¹ Vgl. Stein (2000), S. 35.

¹² Vgl. Galbraith (1982), S. 70ff.

¹³ Vgl. Churchill/Lewis (1983), S.30ff.

¹⁴ Vgl. Garnsey (1996).

¹⁵ Vgl. Greiner (1972), S.55ff.

¹⁶ Vgl. Scott/Bruce (1987), S.45ff.

¹⁷ Vgl. Voges (2002), S. 24.

¹⁸ Vgl. Freier (1998), S. 44.

¹⁹ Vgl. Stein (2000), S. 35.

²⁰ Vgl. hierzu auch Gruber/Harhoff (2002).

²¹ Vgl. Bleicher (1999), S. 74.

²² Vgl. Daschmann (1994), S. 16ff.; Schwaninger (1989), S. 174.

²³ Vgl. Bleicher (1999), S. 76-81; Ulrich/Krieg (1974), S. 17.

²⁴ Vgl. Greiner (1972/1998), S. 55ff.

²⁵ Vgl. Baier/Pleschak (1996), S. 35.

²⁶ Vgl. auch Baier/Pleschak (1996), S. 103.

²⁷ Quelle: in Anlehnung an Rudolph (2001), S.507; siehe auch Schefczyk (2000) S. 37.

²⁸ Baier/Pleschak (1996), S. 101.

²⁹ Vgl. dazu Betsch/Groh/Schmidt (2000); Posner (1998).

³⁰ Vgl. Moore (1994); Berger/Udell (1998); Lessat et al. (1999).

³¹ Vgl. Brettel/Jaugey/Rost (2000), S. 123ff., zitiert nach Just (2000), S. 31f.

³² Vgl. Zider (1998), S.133.

³³ Vgl. Rudolph (2001), S. 503.

³⁴ Vgl. www.evca.com/html/PE_industry/glossary.asp.

³⁵ Vgl. www.evca.com/html/PE_industry/glossary.asp.

³⁶ Vgl. Weimerskirch (1998), S. 8.

³⁷ Vgl. Berger/Udell (1998), S. 622ff; Engel (2001), S. 1.

³⁸ Vgl. dazu Gerke, W. (1995).

³⁹ Vgl. www.evca.com/admin/attachments/tmpl_13_art_18_att_121.pdf.

⁴⁰ Es wurden 222 VC-finanzierte Unternehmensgründungen mit einem Gründungsjahr zwischen 1991 und 1998 mit einer Kontrollgruppe verglichen. Der Evaluationszeitpunkt für das Beschäftigungswachstum war Februar 2001. Es ist nicht ganz auszuschließen, dass die Ergebnisse von Engel (2001) in starkem Umfang durch die Probleme bei der Ermittlung einer geeigneten Kontrollgruppe verursacht werden. Letztlich können die Variablen in einer ökonometrischen Analyse schlechterdings den Detailgrad an Information widerspiegeln, der sich für Venture-Capital-Geber im Rahmen einer Due-Diligence-Prüfung ergibt.

⁴¹ Vgl. Engel (2001), S. 8ff.

⁴² Amit/Brander/Zott (1998), S.444. Vgl. dazu auch Gompers/Lerner (1999).

⁴³ Vgl. Norton (1995), S. 19; Siehe dazu auch Schefczyk (2000), S. 34ff.

⁴⁴ Vgl. Berens/Strauch (1999), S. 3ff.

⁴⁵ Vgl. Zider (1998), S. 133.

⁴⁶ MacMillan/Siegel/SubbaNarasihma (1985), S. 119ff.; MacMillan/Zemann/SubbaNarasihma (1987), S. 123ff.; Fried/Hisrich (1994), S.28ff.

⁴⁷ Vgl. auch Roberts (1991), S. 215; Muzyka/Birley (2000), S. 103.

⁴⁸ Vgl. Sahlman (1997), S. 107, Gorman/Sahlman (1989), S. 235ff.; MacMillan/Kulow/Khoylian (1988), S. 39ff.

⁴⁹ Vgl. Norton (1995), S.22; MacMillan/Kulow/Khoylian (1989), S. 27ff.; Hellmann (1998), S. 57ff.

⁵⁰ Vgl. Sahlmann (1990), S. 503-513; Gompers (1995), S. 1461ff.; Neher (1999), S. 255ff.

⁵¹ Vgl. Rudolph (2001), S.509.

⁵² Vgl. dazu Bischoff (2002), S.128.

⁵³ Vgl. Gillenkirch (2002), S.531.

⁵⁴ Vgl. Freier, P. (2000), S. 122. Untersucht wurden 93 amerikanische Biotechnologieunternehmen.

⁵⁵ Vgl. Gillenkirch (2002), S. 534ff.

⁵⁶ Vgl. Druchkarczyk (2002), S. 561.

⁵⁷ Vgl. Gillenkirch (2002), S. 536.

⁵⁸ Vgl. Gillenkirch (2002), S. 537.